

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang dijadikan acuan berkaitan dengan *corporate governance* dan kinerja keuangan yang mempengaruhi peringkat obligasi di Indonesia antara lain:

2.1.1 Endri (2011)

Endri (2011) melakukan penelitian tentang pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat sukuk korporasi di Indonesia. Sampel yang digunakan adalah semua sukuk yang masih beredar dalam kurun waktu 2007-2009 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah peringkat obligasi. Sedangkan variabel independen yang digunakan yaitu *corporate governance* yang diproksi dengan kepemilikan institusional, komisaris independen, komite audit, kepemilikan manajerial, dan jumlah *blockholder*. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi logistik biner. Hasil dari penelitian tersebut adalah kepemilikan institusi, kepemilikan manajerial, komisiaris independen sebagai indikator *corporate governance* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap peringkat sukuk, komite audit berpengaruh positif dan signifikan, sedangkan jumlah *blockholder* mempengaruhi secara negatif dan signifikan.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian Endri adalah menggunakan peringkat obligasi sebagai variabel dependen dan *corporate governance* sebagai variabel independen. Sedangkan perbedaannya terletak pada sampel dan periode penelitian yang digunakan berbeda, yaitu pada penelitian ini sampel yang digunakan adalah perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di BEI tahun 2008-2011 kecuali perusahaan perbankan dan lembaga keuangan. Sedangkan penelitian terdahulu sampel penelitian hanya menggunakan obligasi sukuk yang beredar tahun 2007-2009. Letak perbedaan juga terdapat pada alat uji yang digunakan, penelitian terdahulu menggunakan metode regresi biner sedangkan penelitian sekarang menggunakan alat uji *Partial Least Squares (PLS)*.

2.1.2 Grace Putri Sejati (2010)

Grace Putri Sejati (2010) menganalisis faktor akuntansi dan non akuntansi dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur. Analisis dilakukan untuk menentukan pengaruh variabel bebas (profitabilitas, likuiditas, *growth*, *size*, dan reputasi auditor) terhadap variabel terikat yaitu peringkat obligasi perusahaan manufaktur tahun 2003-2008. Pengujian menggunakan regresi logistik karena variabel terikatnya merupakan variabel *dummy* yaitu variabel yang memiliki dua alternatif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap peringkat obligasi, sedangkan likuiditas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Persamaan dari penelitian terdahulu adalah sama-sama menggunakan peringkat obligasi sebagai variabel dependennya. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terdapat pada periode penelitiannya dan variabel

independennya. Penelitian terdahulu menggunakan periode 2003-2008 dengan sampel seluruh perusahaan penerbit obligasi. Sedangkan penelitian ini menggunakan sampel penelitian tahun 2008-2011 kecuali perusahaan perbankan dan lembaga keuangan. Penelitian terdahulu menggunakan faktor akuntansi dan non akuntansi sebagai variabel independen, sedangkan penelitian sekarang variabel independennya adalah *corporate governance* dan kinerja keuangan. Penelitian terdahulu menggunakan regresi logistik, sedangkan penelitian sekarang menggunakan *Partial Least Squares (PLS)*.

2.1.3 Maylia Pramono Sari (2007)

Maylia Pramono Sari (2007) melakukan penelitian dengan judul kemampuan rasio keuangan sebagai alat untuk memprediksi peringkat obligasi (PT PEFINDO). Penelitian ini menguji apakah rasio keuangan mempunyai kemampuan untuk memprediksi peringkat obligasi dan apakah terdapat rasio keuangan (*leverage*, *likuiditas*, *solvabilitas*, *profitabilitas* dan *produktivitas*) yang berbeda antara perusahaan yang peringkat obligasinya masuk *investment grade* dan *noninvestment grade*. Dengan menggunakan 160 observasi yang dihasilkan dari 38 sampel penerbitan obligasi perusahaan manufaktur periode 1999-2004. Hasil dari penelitian ini rasio keuangan terbukti mempunyai kemampuan untuk memprediksi peringkat obligasi suatu perusahaan.

Persamaan dari kedua penelitian ini adalah menggunakan peringkat obligasi sebagai variabel dependen. Sedangkan perbedaan dari kedua penelitian ini yaitu penelitian sekarang menggunakan seluruh perusahaan penerbit obligasi kecuali perbankan dan lembaga keuangan tahun penelitian 2008-2011 sedangkan

penelitian terdahulu menggunakan perusahaan manufaktur tahun 1999-2004. Selain itu penelitian sekarang hanya menggunakan rasio profitabilitas dan likuiditas, sedangkan penelitian terdahulu menggunakan rasio rasio leverage, likuiditas, profitabilitas, solvabilitas dan produktifitas perusahaan. Perbedaan yang lain juga terletak pada alat uji yang dipakai, penelitian terdahulu menggunakan regresi logistik dan MDA sedangkan penelitian sekarang menggunakan *Partial Least Squares (PLS)*.

2.1.4 Setyapurnama dan Norpratiwi (2007)

Setyapurnama dan Norpratiwi (2007) membahas tentang pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat obligasi dan *yield* obligasi. Hasil penelitiannya adalah tidak semua elemen *corporate governance* berpengaruh terhadap peringkat dan *yield* obligasi. Jumlah komisaris independen berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi dan negatif terhadap *yield* obligasi. Keberadaan komite audit secara statistik signifikan berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Hal ini menunjukkan bahwa keberadaan komite audit merupakan variabel yang dipertimbangkan oleh investor dalam investasi obligasi.

Persamaan penelitian sama-sama menggunakan *corporate governance* sebagai variabel independen dan peringkat obligasi sebagai variabel dependen. Perbedaan di penelitian ini yaitu dependen variabel hanya peringkat obligasi, sedangkan penelitian terdahulu variabel dependennya menggunakan peringkat obligasi dan *yield* obligasi. Untuk periode penelitiannya, penelitian terdahulu menggunakan obligasi manufaktur perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2003-2008, sedangkan penelitian ini menggunakan periode 2008-2011 dengan sampel

seluruh perusahaan penerbit obligasi kecuali perbankan dan lembaga keuangan yang terdaftar di BEI. Selain itu, penelitian terdahulu menggunakan regresi logistik sedangkan penelitian sekarang menggunakan *Partial Least Squares (PLS)*.

2.1.5 Sanjeev Bhojraj dan Partha Sengupta (2003)

Sanjeev Bhojraj dan Partha Sengupta (2003) melakukan penelitian tentang pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat obligasi dan *yield* obligasi. Sampel penelitian adalah semua perusahaan yang menerbitkan obligasi tahun 1991-1996. Variabel dependennya adalah peringkat obligasi dan *yield* obligasi sedangkan variabel independennya adalah *corporate governance*. Hasil dari penelitian ini adalah kepemilikan institusi terkonsentrasi memiliki pengaruh negatif *yield* obligasi dan peringkat obligasi. Penelitian ini menggunakan regresi linier.

Persamaan dari kedua penelitian sama-sama menggunakan *corporate governance* sebagai variabel independennya. Sedangkan perbedaan penelitian sebelumnya menggunakan sampel penelitian tahun 1991-1996 obligasi yang terdaftar dari *Warga Fixed Income Database*, sedangkan penelitian sekarang menggunakan periode 2008-2011 dengan sampel seluruh obligasi yang terdaftar di BEI kecuali obligasi yang berasal dari perbankan dan lembaga keuangan. Letak perbedaan juga terletak pada alat uji yang dipakai, penelitian terdahulu menggunakan regresi linier sedangkan penelitian sekarang menggunakan *Partial Least Squares (PLS)*.

Penelitian terdahulu yang berkaitan dengan pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap peringkat obligasi dan kinerja keuangan perusahaan diringkas pada tabel berikut ini:

Tabel 2.1

Ringkasan Penelitian Terdahulu

Peneliti	Variabel penelitian	Model analisis	Hasil penelitian
Endri (2011) “ <i>Corporate Governance Terhadap Peringkat Sukuk Korporasi Di Indonesia</i> ”	Dependen : Peringkat obligasi Independen : <i>corporate governance</i> (kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen komite audit dan jumlah <i>blackholder</i>)	<i>Regresi logistik biner</i>	kepemilikan institusi, kepemilikan manajerial, komisiaris independen sebagai indikator <i>corporate governance</i> berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap peringkat sukuk, komite audit berpengaruh positif dan signifikan, sedangkan jumlah <i>blockholder</i> mempengaruhi secara negatif dan signifikan.
Grace Putri Sejati (2010) “Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi –Akuntansi Dan Non Akuntansi–”	Independen : Pertumbuhan perusahaan berpengaruh likuiditas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan Dependen : Peringkat obligasi	<i>Logistic Regression</i>	Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap peringkat obligasi, sedangkan likuiditas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Maylia Pramono Sari (2007) "Kemampuan Rasio Keuangan Sebagai Alat Untuk Memprediksi Peringkat Obligasi (PT Pefindo)"	Independen : rasio keuangan (rasio leverage, likuiditas, profitabilitas, solvabilitas dan produktifitas perusahaan) dependen : peringkat obligasi	<i>Regresi logistik dan Multiple Discriminant Analysis (MDA)</i>	(1) Terdapat rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan produktivitas) yang membedakan secara signifikan antara perusahaan yang termasuk dalam <i>investment grade</i> dan <i>non-investment grade</i> (2) Seperangkat rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan produktivitas) mempunyai kemampuan membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi.
Setyapurnama dan Norpratiwi (2007) "Pengaruh Corporate Governance Terhadap Peringkat Obligasi Dan Yield Obligasi"	Independen : Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Komite Audit, Komisaris Dependen : peringkat obligasi dan <i>yield</i> obligasi	<i>Logistic Regression (logit) dan Multivariate Regression</i>	(1) Jumlah komisaris independen berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi dan negatif terhadap <i>yield</i> obligasi. (2) Keberadaan komite audit secara statistik signifikan berpengaruh negatif terhadap <i>yield</i> obligasi.
Sanjeev Bhojraj dan Partha Sengupta (2003) "Effect of Corporate Governance on"	Variabel dependen : peringkat obligasi dan <i>yield</i> obligasi Variabel independen :	<i>Regresi linier</i>	Hasil dari penelitian ini adalah kepemilikan institusi terkonsentrasi memiliki pengaruh negatif <i>yield</i> obligasi dan

Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors”	<i>Corporate governance.</i>		peringkat obligasi.
---	------------------------------	--	---------------------

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Teori Persinyalan (*Signalling Theory*)

Signalling theory menekankan pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan dan bagaimana pasaran efeknya. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi (Maylia, 2007). Peringkat obligasi penting karena memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas *default risk* (resiko gagal bayar) hutang perusahaan. Menurut Bhojraj dan Sengupta (2003) mekanisme *corporate governance* dapat mengurangi resiko gagal bayar dengan cara mengurangi biaya agensi yaitu dengan memonitor kinerja manajemen dan mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dengan kreditur.

Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai signal baik (*good news*) atau signal

buruk (*bad news*). Jika pengumuman informasi tersebut sebagai signal baik bagi investor, maka terjadi perubahan dalam perdagangan obligasi. Teori signal menunjukkan adanya asimetri informasi antara pihak manajemen perusahaan dan berbagai pihak yang berkepentingan, berkaitan dengan informasi yang dikeluarkan tersebut. Berkaitan dengan asimetri informasi, sangat sulit bagi para investor dan kreditur untuk membedakan antara perusahaan yang berkualitas tinggi dan rendah. Teori signal mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan signal pada pengguna laporan keuangan. Informasi berupa pemberian peringkat obligasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi signal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki (Maylia, 2007).

Seorang pemilik modal yang berminat membeli obligasi, sudah seharusnya memperhatikan peringkat obligasi karena peringkat tersebut memberikan informasi dan memberikan sinyal keadaan suatu perusahaan melalui kinerja keuangan perusahaannya. Investor obligasi memerlukan informasi yang dapat dijadikan acuan dalam mengkomunikasikan keputusan investasinya, sehingga informasi keuangan yang berkualitas sangat diperlukan sebagai pertanggungjawaban atas pengelolaan dana yang ditanamkan (Magreta dan Poppy, 2009)

2.2.2 Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi merupakan indikator dari risiko gagal bayar, peringkat ini memiliki pengaruh langsung yang dapat diukur pada tingkat suku bunga obligasi dan biaya utang perusahaan (Brigham & Houston, 2006:375).

Peringkat obligasi menggambarkan skala risiko dari obligasi yang diperdagangkan. Skala ini menunjukkan seberapa aman suatu obligasi bagi pemodal yang ditunjukan oleh kemampuannya dalam membayar bunga dan pokok pinjaman.

Peringkat obligasi didasarkan pada faktor-faktor kualitatif maupun kuantitatif, yang beberapa diantaranya (Brigham & Houston, 2006:373):

- a. Berbagai macam rasio, termasuk rasio utang dan rasio kelipatan pembayaran bunga. Semakin baik rasionya, maka semakin tinggi peringkatnya.
- b. Provisi-provisi hipotek
- c. Provisi subordinasi
- d. Provisi penjaminan
- e. Dana pelunasan
- f. Jatuh tempo

Perwakilan dari para agen pemeringkat ini secara konsisten telah menyatakan bahwa tidak ada rumus akurat yang digunakan dalam menentukan peringkat sebuah perusahaan (Brigham & Houston, 2006:375).

2.2.3 Definisi Obligasi

Menurut Tjiptono dan Hendy (2011:12) obligasi adalah surat berharga yang menunjukkan bahwa penerbit obligasi meminjam sejumlah dana kepada masyarakat dan memiliki kewajiban untuk membayar bunga secara berkala, dan kewajiban melunasi utang pokok pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut. Pihak yang membeli obligasi (*bondholder*) akan mendapatkan keuntungan melalui pembayaran kupon yang umumnya lebih besar

dari tingkat suku bunga bank dan suatu ketika dapat pula memperoleh keuntungan lain yaitu dengan menjual obligasi tersebut lebih tinggi dari harga belinya. Dalam hal ini investor memperoleh *capital gain* (Tjiptono & Hendy, 2011:12). Obligasi menjadi salah satu sumber pendanaan (*financing*) bagi pemerintah dan perusahaan, yang dapat diperoleh dari pasar modal. Secara sederhana, obligasi merupakan kontrak jangka panjang di mana peminjam dana setuju untuk membayar bunga dan pokok pinjaman pada tanggal tertentu (Brigham & Houston, 2006:345). Obligasi memberikan pendapatan tetap kepada pemiliknya selama jangka waktu berlakunya surat utang tersebut. Hal ini disebabkan pendapatan yang diterima pemilik obligasi (pokok dan bunga) tidak terpengaruh oleh perubahan harga sekuritas utang yang bersangkutan (Setyapurnama dan Norpratiwi, 2006).

Tabel 2.2

Definisi peringkat obligasi

Simbol	Keterangan
idAAA	Efek utang dengan peringkat AAA merupakan efek utang dengan peringkat tertinggi dari Pefindo yang didukung oleh kemampuan Obligor yang superior relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi 4 kewajiban finansial jangka panjang sesuai dengan yang diperjanjikan.
idAA	Efek utang dengan peringkat AA memiliki kualitas kredit sedikit di bawah peringkat tertinggi, didukung oleh kemampuan Obligor yang sangat kuat untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan relatif dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya.
idA	Efek utang dengan peringkat A memiliki dukungan

	kemampuan Obligor yang kuat dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan, namun cukup peka dengan perubahan yang dilakukan.
idBBB	Efek utang dengan BBB didukung oleh kemampuan Obligor yang memadai relatif dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial, namun kemampuan tersebut dapat diperlemah oleh keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan.
idBB	Efek utang dengan peringkat BB menunjukkan dukungan kemampuan Obligor yang agak lemah relatif dibandingkan dengan entitas lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan, serta peka terhadap keadaan bisnis dan perekonomian yang keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu.
idB	Efek utang dengan peringkat B menunjukkan parameter perlindungan yang sangat lemah. Walaupun Obligor masih memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya, namun adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan obligor untuk memenuhi kewajiban finansialnya
idCCC	Efek utang dengan peringkat CCC menunjukkan efek utang yang tidak mampu lagi memenuhi kewajiban finansialnya, serta hanya bergantung kepada perbaikan eksternal
idSD	Efek utang dengan peringkat SD menunjukkan bahwa obligor gagal membayar satu atau lebih kewajibannya pada saat jatuh tempo, tetapi masih dapat melanjutkan pemenuhan kewajibannya untuk kewajiban yang lain (<i>selective default</i>).
idD	Efek utang dengan peringkat D menandakan efek utang yang macet. Perusahaan penerbit sudah berhenti berusaha.

Sumber : www.pefindo.com

Dengan memperhatikan peringkat yang dikeluarkan lembaga-lembaga tersebut, investor bisa menentukan kualitas dari suatu obligasi. *Rating* obligasi

bisa membantu investor dalam mengukur tingkat risiko dari suatu obligasi. Semakin tinggi *rating* sebuah obligasi maka semakin aman pula obligasi tersebut. Sebaliknya, semakin rendah peringkatnya, maka semakin tinggi risiko suatu obligasi.

2.2.4 Corporate Governance

Pasal 1 Surat Keputusan Menteri BUMN No. 117/M-MBU/2002 Tanggal 31 Juli 2002 tentang Penerapan GCG pada BUMN menyatakan bahwa *corporate governance* adalah suatu proses dan struktur yang digunakan oleh organ BUMN untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan pemangku kepentingan lainnya, berlandaskan peraturan perundangan dan nilai-nilai etika. *Good corporate governance* secara singkat dapat diartikan sebagai seperangkat sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan untuk menciptakan nilai tambah (*value added*) bagi para pemangku kepentingan (Muh. Arief Effendi: 2009: 2).

Lebih lanjut IICG (*Indonesian Institute for Corporate Governance*) mendefinisikan *corporate governance* sebagai serangkaian mekanisme untuk mengarahkan dan mengendalikan suatu perusahaan agar operasional perusahaan berjalan sesuai dengan harapan para pemangku kepentingan (*stakeholders*).

Pengertian GCG menurut *Turnbull Report* di Inggris yang dikutip oleh Tsuguoki Fujinuma adalah “*Corporate Governance is a company’s system of internal control, which has as its principal aim the management of risks that are significant to the fulfilment of its bussiness objectives, with a view to safeguarding*

the company's assets and enhancing over time the value of the shareholders investment.”. Berdasarkan pengertian diatas, *corporate governance* didefinisikan sebagai suatu sistem pengendalian internal perusahaan yang memiliki tujuan utama mengelola risiko yang signifikan guna memenuhi tujuan bisnisnya melalui pengamanan aset perusahaan dan meningkatkan nilai investasi pemegang saham dalam jangka panjang (Muhamad Arief Effendi: 2009 : 1)

Corporate governance dapat diartikan sebagai tata kelola perusahaan yang mengatur hubungan antara manajemen dengan seluruh pemilik kepentingan atas perusahaan (*stakeholder*). *Corporate governance* yang efektif akan menciptakan sistem yang dapat menjaga keseimbangan dalam pengendalian perusahaan sedemikian rupa sehingga mampu mengurangi peluang terjadinya korupsi dan kesalahan mengelola (*mismanagement*), menciptakan insentif bagi manajer untuk memaksimalkan produktivitas penggunaan aset sehingga menciptakan nilai perusahaan yang maksimum (Tjiptono & Hendy, 85:2011). *Corporate governance* dalam penelitian ini meliputi kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, komite audit, dan kualitas audit. Masing-masing mekanisme tersebut dijelaskan sebagai berikut:

a. Kepemilikan institusional

Investor institusional atau biasa disebut sebagai investor yang canggih seharusnya lebih dapat menggunakan informasi periode sekarang untuk memprediksi keuntungan yang akan didapat di periode mendatang dibanding dengan investor non institusional (Herawaty, 2008). Bhojraj dan Sengupta

(2003) meneliti pengaruh *corporate governance* pada peringkat dan *yield* obligasi. Dalam penelitian ini proksi dari *corporate governance* adalah kepemilikan institusi dan komisaris independen. Hasil yang diperoleh oleh Bhojraj dan Sengupta menunjukkan bahwa persentase kepemilikan institusi dan proporsi komisaris independen berhubungan positif dengan peringkat obligasi.

b. Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan konsentrasi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen (agen) dalam suatu perusahaan. Setyaningrum (2005) mengungkapkan bahwa adanya kepemilikan saham oleh manajerial bisa menjadi indikator untuk mengukur adanya kepentingan pribadi dari manajemen (*management self-interest*), sehingga adanya kepemilikan saham oleh manajerial menyebabkan peringkat obligasi menjadi rendah karena buruknya kualitas laba perusahaan.

c. Ukuran dewan komisaris

Ukuran dewan komisaris yang dimaksud disini adalah jumlah anggota dewan komisaris dalam perusahaan. Sesuai dengan ketentuan pasal 97 Undang-undang No. 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas (UU Perseroan Terbatas), komisaris bertugas mengawasi kebijaksanaan Direksi dalam menjalankan perseroan serta memberikan nasehat kepada Direksi (Herwidayatmo : 2000). Kusumawati dan Riyanto (2005) menyatakan bahawa semakin besar jumlah komisaris fungsi *service* dan kontrol akan semakin baik karena akan semakin banyak keahlian dalam memberikan nasehat yang bernilai

dalam strategi dan penyelenggaraan perusahaan. Namun Ujiyantho dan Pramuka (2007) dijelaskan bahwa dewan komisaris yang ukurannya lebih besar biasanya kurang efektif dalam melakukan tindakan pengawasan daripada dewan yang ukurannya kecil. Ukuran dewan komisaris yang besar dianggap kurang efektif dalam menjalankan fungsinya karena sulit dalam komunikasi, koordinasi, serta pembuatan keputusan. Hal tersebut disebabkan karena kemampuan manusia dalam bernegosiasi dan berdiskusi adalah terbatas.

d. Komisaris independen

Komisaris independen adalah sebuah badan dalam perusahaan yang biasanya beranggotakan dewan komisaris yang independen yang berasal dari luar perusahaan yang berfungsi untuk menilai kinerja perusahaan secara luas dan keseluruhan. Herwidayatmo (2000) menyatakan bahwa keberadaan komisaris independen telah diatur Bursa Efek Indonesia melalui peraturan BEI tanggal 1 Juli 2000. Dikemukakan bahwa perusahaan yang *listed* di Bursa harus mempunyai komisaris independen yang secara proporsional sama dengan jumlah saham yang dimiliki pemegang saham yang minoritas (bukan *controlling shareholders*). Dalam peraturan tersebut, persyaratan jumlah minimal Komisaris Independen adalah 30% dari seluruh anggota dewan komisaris. Komisaris independen merupakan posisi terbaik untuk melaksanakan fungsi monitoring agar tercipta perusahaan yang *good corporate governance*. Bhojraj dan Sengupta (2003) meneliti pengaruh *corporate governance* pada peringkat dan *yield* obligasi. Dalam penelitian ini proksi dari *corporate governance* adalah kepemilikan institusi dan komisaris independen.

Hasil yang diperoleh oleh Bhojraj dan Sengupta (2003) menunjukkan bahwa persentase kepemilikan institusi dan proporsi komisaris independen berhubungan positif dengan peringkat obligasi.

e. Komite audit

Komite audit merupakan badan yang dibentuk oleh dewan direksi untuk mengaudit operasi dan keadaan. Badan ini bertugas memilih dan menilai kinerja perusahaan kantor akuntan publik (Herawaty, 2008). Komite audit akan memastikan bahwa perusahaan menerapkan prinsip-prinsip akuntansi yang akan menghasilkan informasi keuangan perusahaan yang akurat dan berkualitas. Dewan Komisaris dari perusahaan publik diharuskan membentuk komite audit sesuai dengan peraturan Bursa Efek. Komite audit salah satu tugasnya mengawasi proses pelaporan keuangan perusahaan dan mengadakan pertemuan secara rutin dengan audit eksternal dan internal untuk memberikan pendapatnya secara profesional mengenai laporan keuangan perusahaan, proses audit dan pengawasan internal. Karena itu keberadaannya akan mendorong perusahaan untuk menerbitkan laporan keuangan yang lebih akurat (Rinaningsih : 2009).

f. Kualitas audit

Argumentasi yang mendasari dimasukkannya kualitas audit adalah semakin tinggi kualitas maka semakin tinggi pula tingkat kepastian suatu perusahaan sehingga semakin kecil kemungkinan perusahaan mengalami kegagalan (Almilia dan Sifa, 2006). Para pengguna laporan keuangan terutama para pemegang saham akan mengambil keputusan berdasarkan pada laporan

keuangan yang telah diaudit. Kualitas audit menunjukkan keandalan dan transparansi informasi keuangan perusahaan (Bhojraj dan Sengupta, 2003). KAP *Big-4* akan memberikan kualitas audit yang lebih baik dibandingkan dengan KAP non *Big-4*. Karena audit oleh KAP *Big-4* diharapkan akan dapat memberikan peringkat surat utang yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang diaudit oleh KAP non *Big-4*. KAP *Big-4* sudah mempunyai standar internasional dalam prosedur sehingga diharapkan opini yang dihasilkan independen, maka akan mengurangi *agency risk*, dan menurunkan *default risk* yang pada akhirnya meningkatkan peringkat obligasi perusahaan tersebut.

2.2.5 Prinsip-prinsip *Corporate Governance*

Prinsip GCG sesuai Pasal 3 Surat Kementrian Menteri BUMN No.117/M MBU/2002 Tanggal 31 Juli 2002 tentang Penerapan GCG pada BUMN yaitu *transparency, disclosure, independence, accountability, responsibility dan fairness* (Muhamad Arief Effendi, 2009: 4). Dalam era persaingan global saat ini, penerapan prinsip GCG bukan lagi merupakan kewajiban, namun sudah menjadi kebutuhan perusahaan agar eksistensinya dapat terus berkesinambungan (*going concern*).

a. Transparansi (*transparency*)

Keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan pengungkapan informasi materil yang relevan mengenai perusahaan.

b. Pengungkapan (*disclosure*)

Penyajian informasi kepada para pemangku kepentingan, baik diminta maupun tidak diminta, mengenai hal-hal yang berkenaan dengan kinerja operasional, keuangan, dan risiko usaha perusahaan.

c. Kemandirian (independence)

Suatu keadaan di mana perusahaan dikelola secara profesional tanpa konflik kepentingan dan pengaruh atau tekanan dari pihak manapun yang tidak sesuai dengan peraturan perundangan yang berlaku dan prinsip korporasi yang sehat.

d. Akuntabilitas (accountability)

Kejelasan fungsi, pelaksanaan, serta pertanggungjawaban manajemen perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif dan ekonomis.

e. Pertanggungjawaban (responsibility)

Kesesuaian pengelolaan perusahaan terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku dan prinsip korporasi yang sehat.

f. Kewajaran (fairness)

Keadilan dan kesetaraan dalam memenuhi hak-hak pemangku kepentingan yang timbul sebagai akibat dari perjanjian dan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

2.2.6 Kinerja Keuangan Perusahaan

Salah satu elemen penting yang menentukan hidup dan mati perusahaan adalah keuangan perusahaan. Ketika perusahaan begitu bersemangat melakukan aktivitas yang menggunakan dana namun terhambat dalam

menghasilkan dana, maka perusahaan dapat dikatakan mengalami kesulitan keuangan (Endang Afriyeni, 2008). Menurut Dian Rosalina (2009) yang dimaksud dengan kinerja keuangan adalah hasil dari banyak keputusan individual yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen, oleh karena itu perlu diadakan analisis keuangan dan ekonomi untuk membuat sebuah keputusan yang tepat.

Kinerja keuangan juga merupakan salah satu faktor yang menunjukkan efektifitas dan efisiensi suatu perusahaan dalam rangka mencapai visi dan misinya. Dapat diartikan pula bahwa kinerja keuangan adalah kemampuan kerja manajemen keuangan dalam mencapai prestasi kinerja yang telah ditargetkan sebelumnya. Analisis terhadap kinerja perusahaan pada umumnya dilakukan dengan menganalisis laporan keuangan, yang mencakup perbandingan kinerja perusahaan dengan perusahaan lain dalam industri yang sama dan mengevaluasi kecenderungan posisi keuangan perusahaan sepanjang waktu (Moeljadi, 2006:67). Pengukuran kinerja keuangan perusahaan dapat digunakan dengan macam-macam rasio keuangan, antara lain : rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio profitabilitas dan lain sebagainya (Gita Sovie, 2012). Dalam penelitian ini rasio yang dipakai adalah rasio profitabilitas dan rasio likuiditas. Rasio profitabilitas diukur dengan menggunakan rumus ROA sedangkan rasio likuiditas diukur dengan menggunakan rasio lancar perusahaan yang diukur dengan membagi antara aktiva lancar terhadap hutang lancar.

2.2.7 Profitabilitas

Menurut Sartono (2002: 120) profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva

maupun modal sendiri. Profitabilitas merupakan hasil akhir dari sejumlah kebijakan dan keputusan yang dilakukan oleh perusahaan (Brigham & Houston: 2006: 107). Sedangkan menurut Mamduh dan Halim (2005: 85) rasio profitabilitas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (profitabilitas) dengan menggunakan total aset yang dimiliki perusahaan setelah disesuaikan dengan biaya-biaya untuk mendanai aset tersebut. Profitabilitas perusahaan yang tinggi dapat menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya. Rasio Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba baik dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun laba bagi modal sendiri. Profitabilitas ini memberikan gambaran seberapa efektif perusahaan beroperasi sehingga memberikan keuntungan bagi perusahaan.

Profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan manajemen. Oleh karena itu, rasio ini menggambarkan hasil akhir dari kebijakan dan keputusan operasional perusahaan. Secara umum, rasio profitabilitas dihitung dengan membagi laba dengan modal. Rasio profitabilitas juga menunjukkan pengaruh gabungan dari likuiditas, aktiva dan utang terhadap hasil operasi.

2.2.8 Likuiditas

Menurut R. Agus Sartono (2002:116), likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban financial jangka pendek tepat pada waktunya. Sedangkan menurut Mamduh dan Abdul Halim (2005:79), rasio likuiditas mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan dengan

melihat aktiva lancar perusahaan relatif terhadap hutang lancarnya (hutang dalam hal ini merupakan kewajiban perusahaan). Analisis keuangan dapat menggunakan beberapa rasio likuiditas untuk menilai apakah perusahaan mempunyai kemampuan untuk membayar kewajiban-kewajibannya yang segera jatuh tempo (Eduardus Tandelilin, 1991:74).

Rasio likuiditas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Salah satu alat yang dipakai untuk mengukur likuiditas adalah dengan menggunakan rasio lancar (*current ratio*). Perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban keuangannya tepat pada waktunya berarti perusahaan tersebut dalam keadaan likuid dan mempunyai aktiva lancar lebih besar daripada hutang lancarnya. Burton et al (2000) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara *financial* akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

2.2.9 Hubungan *Corporate Governance* Dengan Peringkat Obligasi

Signalling Theory (Teori Sinyal) pertama kali dikemukakan oleh Michael Spence. Menurutnya, teori sinyal dapat diartikan memberikan suatu sinyal, pihak pengirim (pemilik informasi) berusaha memberikan informasi relevan yang dapat dimanfaatkan oleh pihak penerima. Pihak penerima kemudian akan menyesuaikan perilakunya sesuai dengan pemahamannya terhadap sinyal tersebut (Ulfi dan Nanik, 2011). Informasi yang dipublikasikan akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. *Corporate governance* dapat diartikan sebagai suatu sistem pengendalian internal perusahaan

yang memiliki tujuan untuk mengelola risiko yang signifikan guna memenuhi tujuan bisnisnya melalui pengamanan aset perusahaan dan meningkatkan nilai investasi para investor dalam jangka panjang (Muhammad Arief Effendi, 2009:1). Informasi seperti mekanisme *corporate governance* dapat menjadi sinyal kondisi perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi sehubungan dengan keadaan perusahaan, sehingga dapat menjadi pertimbangan investor untuk melakukan investasi obligasi. *Corporate governance* pada perusahaan juga harus dilandasi prinsip transparansi, pengungkapan, kemandirian, akuntabilitas, pertanggungjawaban dan kewajaran agar penerapannya dapat berjalan maksimal. Jika perusahaan menerapkan *corporate governance* berlandaskan prinsip, maka investor akan menganggap hal itu sebagai sinyal positif dan menjadi nilai tambah bagi perusahaan yang nantinya akan mempengaruhi pengambilan keputusan investasi. Jika informasi tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu informasi tersebut diterima oleh pasar. Pada waktu informasi diumumkan maka investor terlebih dahulu akan menganalisis informasi tersebut sebagai sinyal baik atau sinyal buruk. Jika pengumuman tersebut merupakan sinyal baik bagi investor maka akan ada peningkatan dalam perdagangan obligasi dan akan menaikkan peringkat dari obligasi. Perusahaan memiliki tanggungjawab untuk mengungkapkan informasi tata kelola perusahaan sebagai sinyal agar dapat menarik investor yang ingin berinvestasi obligasi sehingga dapat meningkatkan perdagangan obligasi. Dalam penelitian ini teori sinyal memandang *corporate governance* sebagai landasan untuk memberikan informasi kepada investor melalui peringkat obligasi. Jika *corporate governance* baik, maka

akan menarik investor untuk menanamkan modal yang akan berdampak pada peningkatan perdagangan obligasi dan akan menaikkan peringkat obligasi.

Hal ini sesuai dengan penelitian Bhora dan Sengupta (2003) yang menemukan adanya hubungan antara mekanisme *corporate governance* dengan peringkat obligasi. Menurut mereka mekanisme *corporate governance* dapat mengurangi risiko gagal bayar (*default risk*) dengan cara mengurangi biaya agensi (*agency cost*) yaitu dengan memonitor kinerja manajemen dan mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dengan kreditur.

Rinaningsih (2009) menyatakan bahwa investor institusional dengan kepemilikan yang besar memiliki insentif untuk memonitor kinerja manajemen karena mereka memperoleh keuntungan yang besar dan memiliki *voting power* yang besar membuat mereka lebih mudah melakukan tindakan perbaikan. Dengan demikian dengan adanya kepemilikan institusional diharapkan akan dilaksanakannya tata kelola perusahaan yang baik, sehingga dapat mencegah kecurangan dari manajemen sehingga peringkat obligasinya semakin naik.

Penelitian Rinaningsih (2009) juga mendukung teori sinyal yang digunakan dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki investasi baik dalam bentuk obligasi maupun saham yang besar pada suatu perusahaan akan sangat *concern* terhadap berfungsinya tata kelola perusahaan yang baik. Hal tersebut dilakukan karena mereka memiliki kepentingan finansial dan mempunyai hak untuk mengetahui kebijakan dan kinerja manajemen, sehingga akan cepat melakukan perbaikan kinerja manajemen dan akan menaikkan peringkat obligasi. Akan tetapi adanya kepemilikan saham

oleh pihak manajerial juga dapat mengakibatkan pihak manajemen cenderung lebih fokus pada keuntungan jangka pendek perusahaan dengan melakukan praktik manajemen laba untuk memaksimalkan insentif mereka. Manajemen laba akan mengakibatkan nilai perusahaan dalam jangka panjang akan menurun dan mengakibatkan penurunan peringkat terhadap obligasi yang diterbitkan.

Dewan Komisaris memegang peranan yang sangat penting dalam perusahaan, terutama dalam pelaksanaan *Good Corporate Governance*. Dewan Komisaris merupakan suatu mekanisme untuk mengawasi dan mekanisme untuk memberikan petunjuk serta arahan pada pengelola perusahaan. Dalam Ujiyantho dan Pramuka (2007) dijelaskan bahwa dewan komisaris yang ukurannya lebih besar biasanya kurang efektif dalam melakukan tindakan pengawasan daripada dewan yang ukurannya kecil. Ukuran dewan komisaris yang besar dianggap kurang efektif dalam menjalankan fungsinya karena sulit dalam komunikasi, koordinasi, serta pembuatan keputusan. Fungsi dewan komisaris sebagai mekanisme *corporate governance* ini dapat dilihat sebagai suatu sinyal kepada para investor bahwa perusahaan telah dikelola sebagaimana mestinya dan akan meningkatkan peringkat obligasi (Amalia, 2007).

Herawaty (2008) menyatakan bahwa komisaris independen dapat bertindak sebagai penengah dalam perselisihan yang terjadi diantara para manajer internal dan mengawasi kebijakan manajemen serta memberikan nasihat kepada manajemen. Komisaris independen merupakan posisi terbaik untuk melaksanakan fungsi monitoring agar tercipta perusahaan yang *good corporate governance*. Hasil yang diperoleh oleh Bhojraj dan Sengupta (2003) menunjukkan bahwa

persentase kepemilikan institusi dan proporsi dewan komisaris independen berhubungan positif dengan peringkat obligasi.

Setyapurnama dan Norpratiwi (2006) meneliti pengaruh *corporate governance* dan komite audit. Penelitian ini melaporkan bahwa bukti menunjukkan adanya hubungan positif antara eksistensi komite audit dengan kualitas laporan keuangan dan kinerja perusahaan sehingga semakin baik kinerja manajemen juga akan menaikkan peringkat obligasi.

Kualitas audit menunjukkan keandalan dan transparansi informasi keuangan perusahaan. KAP *Big-4* akan memberikan kualitas audit yang lebih baik dibandingkan dengan KAP non *Big-4*. Karena audit oleh KAP *Big-4* diharapkan akan dapat memberikan peringkat surat utang yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang diaudit oleh KAP non *Big-4*. KAP *Big-4* sudah mempunyai standar internasional dalam prosedur sehingga diharapkan opini yang dihasilkan independen, maka akan mengurangi *agency risk*, dan menurunkan *default risk* yang pada akhirnya meningkatkan peringkat obligasi perusahaan tersebut (Rinaningsih, 2009).

2.2.10 Hubungan Kinerja Keuangan Perusahaan Terhadap Peringkat Obligasi

Signalling theory menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi kinerja keuangan merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi ini pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan

masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan (Ermi, 2010). Kinerja keuangan juga merupakan salah satu faktor yang menunjukkan efektifitas dan efisiensi perusahaan dalam rangka mencapai visi dan misinya. Dapat diartikan bahwa kinerja keuangan adalah kemampuan manajemen keuangan dalam mencapai prestasi kinerja yang telah ditargetkan sebelumnya. Investor memerlukan informasi yang dapat dijadikan acuan dalam mengkomunikasikan keputusan investasinya, sehingga informasi keuangan yang berkualitas sangat diperlukan sebagai pertanggungjawaban atas pengelolaan dana yang ditanamkan. Kinerja keuangan perusahaan merupakan salah satu indikator yang digunakan untuk meningkatkan peringkat obligasi perusahaan. Kinerja keuangan yang baik dapat dilihat dari bagaimana perusahaan menghasilkan profit yang tinggi yang dapat menunjukkan kepada investor bahwa perusahaan mampu memenuhi kewajibannya. Perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban keuangannya tepat pada waktunya berarti perusahaan tersebut dalam keadaan likuid dan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan. Semakin baik kinerja keuangan perusahaan akan menambah kepercayaan investor bahwa perusahaan mampu mengelola dana dan memenuhi kewajibannya sehingga para investor akan menilai hal tersebut sebagai sinyal positif dan akan terus melakukan perdagangan obligasi sehingga akan ikut menaikkan peringkat obligasi. Pengumuman kinerja keuangan memberikan sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik di masa mendatang sehingga investor tertarik untuk melakukan perdagangan obligasi, dengan demikian pasar akan bereaksi yang tercermin melalui perubahan dalam volume perdagangan obligasi yang akan menaikkan peringkat obligasi. Praktik

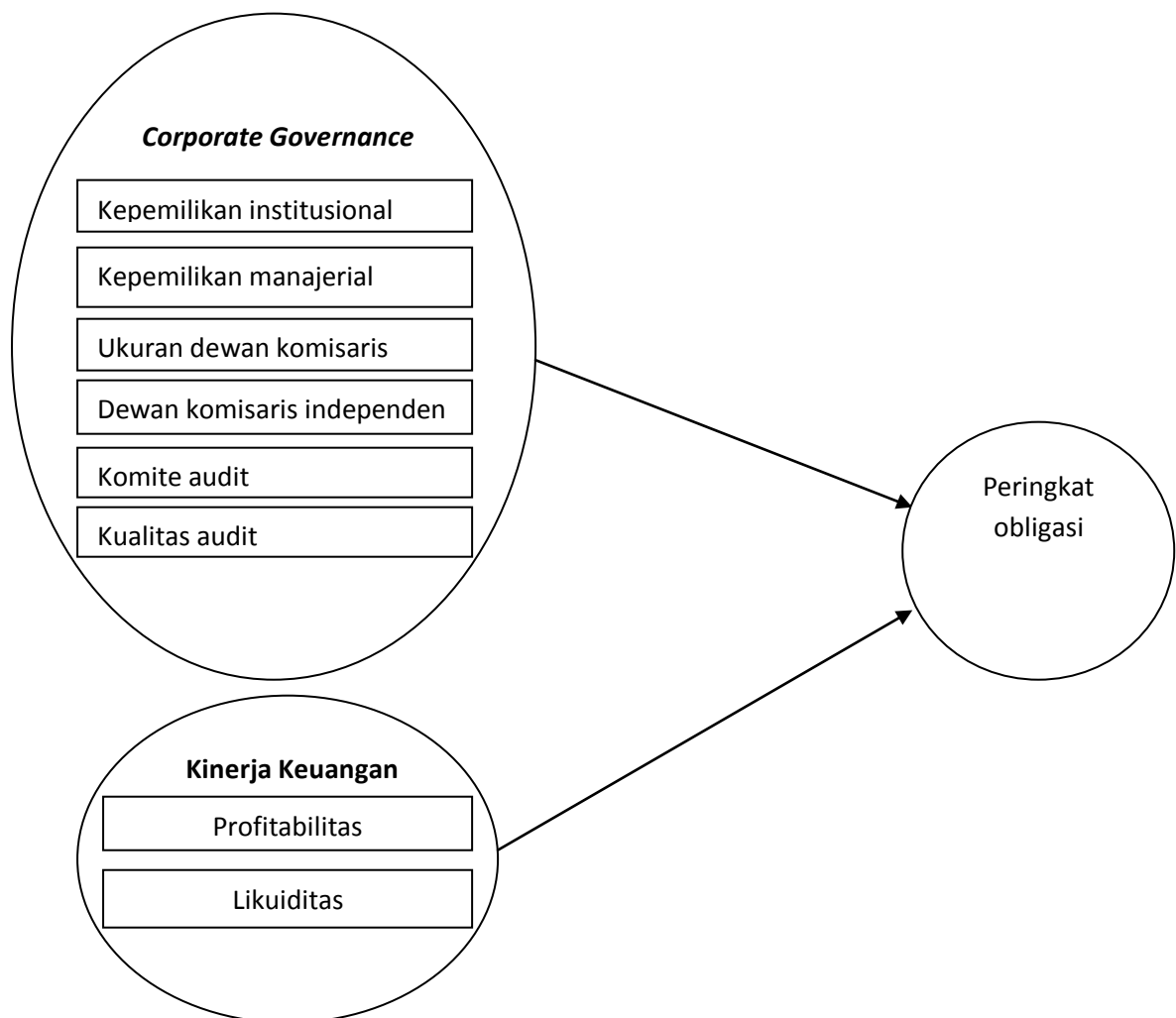
penerapan *good corporate governance* dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan yang akan berdampak semakin tingginya tingkat kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya. Informasi yang berupa pemberian peringkat obligasi perusahaan yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi sinyal kondisi keuangan perusahaan tertentu dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki sehingga akan menarik investor baru untuk melakukan investasi obligasi.

Penelitian ini mengukur kinerja keuangan menggunakan indikator rasio profitabilitas dan rasio likuiditas. Rasio profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dan juga untuk mengetahui efektifitas perusahaan dalam mengelola sumber-sumber yang dimilikinya. Rasio profitabilitas perusahaan yang tinggi mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk tetap bertahan juga tinggi. Hal tersebut diharapkan dapat memberikan rasa aman baik kepada pemilik, investor, kreditor, maupun karyawan. Apabila laba perusahaan tinggi maka akan memberikan peringkat yang baik pula kepada obligasi yang diterbitkan perusahaan sehingga rasio profitabilitas dikatakan dapat mempengaruhi peringkat obligasi (Almilia dan Devi, 2007). Rasio likuiditas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Burton *et al* (2000) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara financial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

2.3 **Kerangka Pemikiran**

Berdasarkan pada teori yang telah dijelaskan sebelumnya dan berdasarkan pada uraian penelitian-penelitian terdahulu yang menguji pengaruh mekanisme *corporate governance*, maka dibuat suatu kerangka pemikiran. Terdapat dua variabel independen yang terdiri dari *corporate governance* dan kinerja keuangan perusahaan serta satu variabel dependen yaitu peringkat obligasi. Dalam *signalling theory* mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan informasi peringkat obligasi yang dapat dilihat dengan mekanisme *corporate governance* dan kinerja keuangan. Kerangka pemikiran tersebut adalah sebagai berikut:

Gambar 2.3
Kerangka Pemikiran



2.4 Hipotesis

Hipotesis dalam penelitian ini adalah :

- H1 : *Corporate Governance* berpengaruh terhadap peringkat obligasi
- H2 : Kinerja keuangan perusahaan berpengaruh terhadap peringkat obligasi.